

Dólar: “fundamentalistas” e “intervencionistas”

Patricio Arrau
Ph. D. Economía, Universidad de Pennsylvania
Director Giro País

(Columna diario La Tercera, 18 de septiembre de 2010)

En su columna del 4 de septiembre recién pasado llamada “¿Qué explica la caída del tipo de cambio?”, Luis Felipe Lagos replica a una columna mía anterior llamada “La chiflota del dólar” del 21 de agosto, ambas en esta misma sección. En su columna toma la posición “fundamentalista” de la tipología que describí en la anterior columna, donde justifico la posición “intervencionista”. Para los “fundamentalistas” el equilibrio cambiario está siempre en equilibrio de “fundamentos” de la economía, mientras que para los “intervencionistas” que represento ese es raramente el caso, el dólar oscilaría ampliamente lejos de dicho equilibrio y por tanto la autoridad tiene la obligación de mantener muy bien informado y bien “anclado” al mercado financiero en torno al equilibrio de fundamentos.

Estimulado por la replica de Luis Felipe, considero de la máxima importancia profundizar en este debate, finalmente es el modelo de desarrollo exportador chileno el que está en juego. Por el camino que vamos es probable que al cumplir 300 años de independencia sigamos siendo un país exportador de algunos productos primarios de poco valor agregado, tal como ha sido el caso al llegar a los 100 y ahora 200 años de independencia.

Vamos al grano. Luis Felipe analiza el argumento preferido de los “fundamentalistas” para explicar el tipo de cambio cuando está muy apreciado: el nivel del gasto público. En un modelo de fundamentos, se dice que un punto del PIB de gasto público explicaría entre un 1% a 3% la apreciación del tipo de cambio real de fundamentos. Por ello, como en los últimos años el gasto público subió de un 18% del PIB en 2006 a un 24,5% del PIB actual, ello explicaría una caída del tipo de cambio entre un 6% y 23%. Si nos instalamos en el centro del rango, el tipo de cambio estaría cerca de un 15% apreciado por culpa del gasto público, y por ende, bien podría estar hoy arriba de \$ 570 el dólar si el gasto público fuera de un 18% del PIB. El problema de este cálculo es que la variable relevante no es el gasto público sino el déficit fiscal en primer lugar, y segundo, es necesario afinar las estimaciones empíricas pues en modelos de equilibrio general bien fundamentados, diversos efectos se contraponen y anulan entre sí, y por ello los fundamentos de largo plazo no tienen poder para explicar las grandes oscilaciones del tipo de cambio real que observamos en la realidad. En modelos de equilibrio general las estimaciones están en el rango bajo, es decir, un punto de PIB de déficit por un punto de apreciación, pues las “curvaturas” normales de un modelo bien fundamentado no dan para tanta oscilación cambiaria. Punto opinable, por cierto, por lo que dejamos tarea para que las emergentes lumbreras de la economía nacional nos iluminen en este punto con nuevo trabajo empírico y simulaciones de equilibrio general, pues el análisis de equilibrio parcial muchas veces es engañoso. Por ejemplo, si el gobierno incrementa el gasto en transferencias monetarias a los más necesitados, no tiene



efecto en el tipo de cambio si ello es financiado con mayores impuestos que disminuye el consumo de los contribuyentes.

Pero ¿qué déficit fiscal es el relevante? ¿Es el déficit efectivo o el estructural?. El último es nuestra medida de política de largo plazo, que paso de 1% del PIB el 2006 al reciente y controversial -3% el 2010 y se anuncia 0% para fines de este gobierno. Los actores del mercado financiero no toman posiciones cambiarias de tan largo plazo, por lo que terminan utilizando modelos de formación de expectativas que nada tiene que ver con los fundamentos y “amplían” las oscilaciones. Son las llamadas burbujas, “fads” o profecías autocumplidas del equilibrio financiero. Invito a mis colegas a continuar este debate y a las autoridades lo escuchen con atención.